

## Fortezza Finanz Aktienwerk-Fonds

### Quartalsbericht zum 30.06.2017

---

Sehr geehrte Damen und Herren,

es kommt immer gut an, wenn man im Quartalsbericht über die gut laufenden Positionen berichtet. Wir glauben, dass es mindestens genauso wichtig ist, über die nicht so erfolgreichen Investments und dem Umgang damit zu berichten:

Im zweiten Quartal, genauer gesagt am 19.05.2017, mussten wir den größten Tagesverlust einer unserer Positionen seit Fondsstart hinnehmen. Minus 40% an einem einzigen Tag! Das wollen wir nicht unter den Teppich kehren!

In so einem Fall stellen uns die folgenden Fragen:

- Wie konnte das passieren?
- Was haben wir falsch gemacht?
- Wie gehen wir damit um?

#### **Revolution Bar**

Revolution Bar wurde 1996 gegründet und betreibt mittlerweile über 60 Bars in UK. Die Hauptumsätze werden v.a. mit Getränken wie Cocktails, Wein und Bier erzielt. Eine Speisekarte ergänzt das Getränkeangebot, 60% der Kunden sind weiblich und geben knapp 30 Pfund pro Besuch aus.

Wir haben uns im April 2017 eine der Bars in London „näher“ angesehen und waren vor allem von der Qualität des Essens und dem Ambiente positiv überrascht.

Revolution zielt mit einer aufwändigen, edlen Inneneinrichtung und einer Premiumpreisstrategie auf die weniger preissensitive Klientel ab. Die Firma wurde Anfang 2015 vom Private Equity Eigentümer an die Börse gebracht. Die Firma ist mit einer klaren Wachstumsstrategie angetreten, die auf 5 - 6 Neueröffnungen pro Jahr abzielt. Die Bilanz ist frei von Bankschulden, das Wachstum kann durch den freien Cash Flow ohne zusätzliche Mittel finanziert werden.

U. a. die zu Grunde liegenden Zahlen haben uns überzeugt zu investieren. Eine neu zu eröffnende Bar verschlingt je nach Größe rund 1 Mio. Pfund an Investitionen und generiert ein EBITDA von rund 350.000 Pfund – im Schnitt liegt der ROI bei über 35%. Nach Abzug der jährlichen Erhaltungsinvestitionen von ca. 80.000 Pfund verbleiben ein ausreichender freier Cash Flow sowie attraktive Renditen auf das eingesetzte Kapital. Wenn solche Geschäftsmodelle (copy paste) funktionieren, werden diese Firmen wegen des stabilen Cash Flow und dem daraus skalierbaren Wachstum in der Regel hohe Bewertungen zugebilligt.

Die Firma erzielte im Geschäftsjahr 2015/2016 einen freien Cash Flow nach Erhaltungsinvestitionen von gut 9 Mio. Pfund. Bei unserem Erstinvestment lag die Marktkapitalisierung bei rund 90 Mio. Pfund. Damit kauften wir zu einer Free Cash Flow-Rendite von 10% ein. Wir glaubten ein günstiges Investment getätigt zu haben.

Am 19.05.2017 wurden wir eines Besseren belehrt. Die Firma verkündete, dass sie den geplanten Gewinnanstieg des im Juni zu Ende gehenden Geschäftsjahrs aus den folgenden Gründen nicht erreichen wird: Zweifache Anhebung des Mindestlohns, Probleme mit der Rückforderung der neu eingeführten Ausbildungsabgabe (apprenticeship levy), zweistellige Mieterhöhungen und generelle Kostensteigerungen auf Grund des schwächeren Pfunds. Die Firma geht nun von einem stabilen EBITDA in Höhe von rund 15,5 Mio. Pfund aus, was einem Nullwachstum entspricht. Diese Nachricht war eine Enttäuschung für uns und den Markt.

Hätten wir erkennen können, dass etwas schief läuft?

Es gab jedenfalls ein Alarmsignal: Der neue Finanzvorstand verließ das Unternehmen auf eigenen Wunsch nach nur einem halben Jahr. Wenn so etwas passiert, sind wir grundsätzlich immer alarmiert. Wir haben noch am gleichen Tag mit dem CEO gesprochen und uns die Gründe für das Ausscheiden erläutern lassen. Durch das Gespräch haben wir uns „beruhigen“ lassen und der Version geglaubt, dass der CFO nur aus persönlichen Gründen „das Weite gesucht hat“. Ob diese Gewinnwarnung etwas mit dem CFO zu tun hat, ob er diese Entwicklung „gerochen hat“ oder nicht, werden wir nie herausfinden.

Was haben wir daraus gelernt?

Mehr Vorsicht walten zu lassen, wenn wir wieder einmal mit so einer Entwicklung konfrontiert werden. Es ist auch beim Pokern unheimlich schwer, ein gutes Blatt zu „folden“. Aber im Zweifelsfall ist es besser eine Aktie zu verkaufen, wo erste Zweifel entstanden sind, wenn man einen ähnlich günstigen Titel kaufen kann, bei dem keine Zweifel bestehen.

Wie gehen wir nun mit dieser Situation um?

Wenn so ein deutlicher Kursrückgang eintritt, stellen wir uns zwei Fragen:

- 1) Ist das Geschäftsmodell auf absehbare Zeit tragfähig?
- 2) Ist die Aktie aktuell deutlich unterbewertet?

Frage 1) beantworten wir nach wie vor mit einem klaren „Ja“. Mit Freunden abends aus zu gehen, soziale Kontakte zu knüpfen und zu pflegen, einen guten Cocktail trinken oder Live Musik hören, wird aus unserer Sicht weiterhin ein Teil des gesellschaftlichen Lebens bleiben.

Frage 2) können wir mit einem noch klareren „Ja“ beantworten. Nachdem die Marktkapitalisierung auf nur noch rund 60 Mio. Pfund gesunken ist, liegt die Free Cash Flow Rendite im deutlich zweistelligen Bereich. Die Bewertung liegt jetzt nochmal erheblich unter unserer Einstiegsbewertung.

Die Firma will auch weiter an dem Wachstumsmodell festhalten. Der neue CFO hat festgestellt, dass die neu eröffneten Bars die angesprochenen Kapitalrenditen abliefern, auch wenn dies etwas länger dauert als ursprünglich geplant.

Der CEO ist schon aus monetärer Sicht stark daran interessiert, „das Schiff“ wieder flott zu kriegen, da er selbst rund 800.000 Aktien besitzt.

Ein Wort zur Substanz der Firma:

Wenn man die aktuell über 60 Bars „nachbauen“ würde, dann müsste man deutlich über 60 Mio. Pfund investieren. Dies entspricht in etwa der aktuellen Marktkapitalisierung.

D. h. man bekommt somit das seit 20 Jahren bewährte

Unternehmenskonzept/Geschäftsmodell gratis. Vor rund einem Jahr wurde eine Barkette mit dem Namen „The Botanist“ an ein Private Equity Haus verkauft. Diese Firma besaß damals 14 Bars. Der Kaufpreis lag bei rund 50 Mio. Pfund. Auch wenn der Kaufpreis sehr hoch aussieht und es wohl auch ist, kann man durchaus sehen, dass Revolution Bar auch aus dem Blickwinkel „Substanzunternehmen“ nicht teuer erscheint.

Zusammenfassend:

Wir glauben daran, dass das Geschäftsmodell zukunftsfähig ist. Die Bewertung ist aus unserer Sicht äußerst attraktiv (EV/EBITDA 3,5 bzw. EV/EBIT 6,5) und der CEO sitzt im gleichen Boot. Auch wenn wir den fairen Wert nach den schwachen Ergebnissen nach unten anpassen mussten, liegt der aktuelle Discount zum reduzierten Fair Value höher als bei unserem Ersteinkauf. Wir haben deshalb die Position aufgestockt und dadurch unseren Einstandskurs deutlich gesenkt.

Wir entschuldigen uns für dieses schlechte Investment, versuchen daraus zu lernen und werden berichten, ob wir mit unserem Nachkauf richtig oder falsch lagen.

Für Fragen stehen wir Ihnen selbstverständlich jederzeit gerne zur Verfügung.

Herzliche Grüße

Wolfgang Altmann

Jochen Waag

Hinweis: Die Angaben dienen der Information. Sie sind keine Anlageempfehlung und keine Einladung zur Zeichnung oder zum Kauf oder Verkauf von Fondsanteilen, Wertpapieren oder sonstigen Finanzprodukten. Alleinige Grundlage für einen solchen Kauf sind die Verkaufsunterlagen. Bitte kontaktieren Sie hierzu Ihren Berater. Historische Daten sind keine Garantie für zukünftige Erträge. Alle Angaben sind ohne Gewähr.